

投资评级 优于大市 维持

3Q 业绩转正，业务稳中有进

股票数据

10月26日收盘价(元)	5.24
52周股价波动(元)	4.92-8.28
总股本/流通A股(百万股)	1869/1868
总市值/流通市值(百万元)	9791/9790

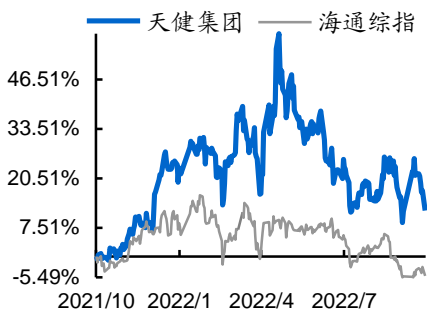
相关研究

《2H 关注土储扩张，深圳区域销售推进》
2022.08.23

《深圳国资地产龙头，主业突出，多元发展》
2022.05.05

《主营业务增长，核心业务能力突出》
2019.04.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.6	-4.2	-12.2
相对涨幅(%)	0.1	6.8	1.7

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

● 营收维持增长，利润实现微增。

● 1) 2022年1-3Q，公司实现营业收入128.9亿元，较2021年同期增长了10.2%；实现净利润14.1亿元，较2021年同期增长了1.0%；实现归母净利润14.2亿元，较2021年同期增长了1.2%；稀释每股收益为0.74元，较2021年同期增长了1.4%。

● 2) 2022年1-3Q，公司毛利率为26.5%，较2021年同期下降了3.1个百分点；公司净利率为11.0%，较2021年同期下降了1.0个百分点。2022年1-3Q，公司三项费用占收入比为5.3%，较2021年同期增加了0.7个百分点。

● 负债率维稳，经营现金流转负。截至2022年3Q底，公司资产负债率为79.8%，较2021年同期增加了0.1个百分点；持有货币资金为88.9亿元，较2021年同期下降了5.3%；一年内到期的长期负债为35.9亿元，较2021年同期增加了8.4%。2022年1-3Q，公司经营活动现金流净额为-37.3亿元，较2021年同期下降了308.3%，主要因为本期地产项目投资增加。

● 多项业务稳中有进。

● 1) 截至2022年三季度报告期末，城市建设业务产值进一步提高。公司新承接PPP、EPC、代建、总承包等各类工程项目，截至2022年3Q底，公司在建项目269项，合同造价582.03亿元，比上年同期增长54.7%。

● 2) 综合开发业务方面，截至2022年三季度报告期末，公司主要在售楼盘21个，累计结算面积133.14万平方米、未结算面积99.71万平方米；主要在建项目12个，计容建筑面积总额148.72万平方米。城市服务方面，2022年三季度报告期内，公司继续加大棚户区改造服务在深圳各区域内市场拓展力度，持续推进各重点项目进度；物业服务新增物业管理项目70个项目，面积319.88万平方米，业务覆盖全国29个城市。

● 维持“优于大市”评级。我们认为公司仍属于当前市场较好成长标的。当前处于地产行业景气度底部，下半年重点关注公司能否实现土储有序扩张以及深圳区域销售力度。预计公司2022-2023年EPS分别为1.23元、1.43元。给予公司2022年7-8倍动态市盈率，对应合理价值区间为每股8.61-9.84元，首次给予“优于大市”评级。

● 风险提示。房地产销售和价格下跌风险；公司多元化业务拓展不顺风险等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17125	23269	28519	33923	38494
(+/-)YoY(%)	16.8%	35.9%	22.6%	18.9%	13.5%
净利润(百万元)	1486	1933	2292	2665	3058
(+/-)YoY(%)	20.2%	30.1%	18.5%	16.3%	14.7%
全面摊薄EPS(元)	0.80	1.03	1.23	1.43	1.64
毛利率(%)	23.8%	19.7%	20.0%	21.0%	21.3%
净资产收益率(%)	13.6%	15.2%	16.0%	16.5%	16.7%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tll5535@htsec.com

证书:S0850510120001

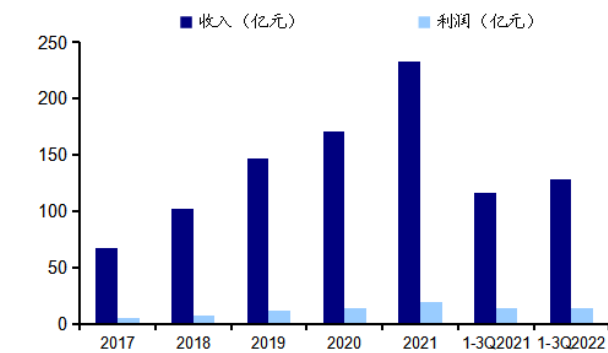
1. 营收稳健增长，利润率基本稳定

1.1 营收维持增长，利润实现微增

2022年1-3Q，公司实现营业收入128.9亿元，较2021年同期增长了10.2%；实现净利润14.1亿元，较2021年同期增长了1.0%；实现归母净利润14.2亿元，较2021年同期增长了1.2%；稀释每股收益为0.74元，较2021年同期增长了1.4%。

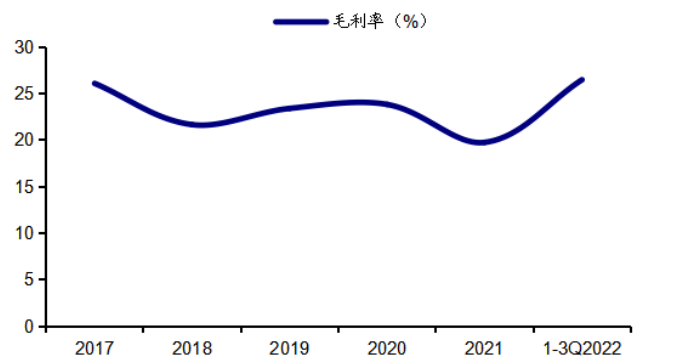
2022年1-3Q，公司毛利率为26.5%，较2021年同期下降了3.1个百分点；公司净利率为11.0%，较2021年同期下降了1.0个百分点。2022年1-3Q，公司三项费用占收入比为5.3%，较2021年同期增加了0.7个百分点。

图1 公司收入利润情况



资料来源: wind、2022年三季度报, 海通证券研究所

图2 公司毛利率变动情况



资料来源: wind、2022年三季度报, 海通证券研究所

1.2 负债率维稳，经营现金流转负

截至2022年3Q底，公司资产负债率为79.8%，较2021年同期增加了0.1个百分点；持有货币资金为88.9亿元，较2021年同期下降了5.3%；一年内到期的长期负债为35.9亿元，较2021年同期增加了8.4%。

2022年1-3Q，公司经营活动现金流净额为-37.3亿元，较2021年同期下降了308.3%，主要因为本期地产项目投资增加。

表1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	3Q2021	3Q2022	Ppt	2021	海通分析
毛利率	29.55	26.47	-3.08	19.74	
净利率	11.98	10.98	-1.00	8.39	
资产负债率	79.72	79.78	0.06	78.56	
有息负债率	58.50	62.57	4.07	61.11	
三项费用占收入比	4.54	5.28	0.73	5.77	
ROE	12.47	10.41	-2.06	16.34	
(百万元)	3Q2021	3Q2022	YOY%	2021	海通分析
总资产	57240.19	67179.81	17.36%	59824.02	
净资产	11609.03	13584.82	17.02%	12826.52	
货币现金	9390.58	8889.27	-5.34%	8412.27	
预收账款	30.15	32.85	8.96%	36.61	
合同负债	12114.34	11528.42	-4.84%	10400.05	
一年内到期的长期负债	3315.42	3593.76	8.40%	2712.78	本期一年内到期借款增加
经营活动现金流净额	1791.10	-3730.40	-308.27%	1071.99	本期地产项目投资增加

资料来源: 公司2021年三季度报和年报、2022年三季度报, 海通证券研究所

表 2 公司利润表情况

单位: 百万元	3Q2021	3Q2022	YOY%	海通分析
一、营业总收入	11696.12	12887.82	10.19%	
二、营业总成本	9743.14	10856.45	11.43%	
营业成本	8239.90	9476.77	15.01%	
营业税金及附加	682.58	313.64	-54.05%	本期地产项目结转土增税减少
销售费用	96.79	84.18	-13.03%	
管理费用	252.43	296.70	17.54%	
财务费用	182.31	299.18	64.11%	本期费用化利息支出增加
资产减值损失	-6.41	-5.97	-6.86%	
投资净收益	27.50	25.32	-7.93%	
三、营业利润	2003.07	2079.02	3.79%	
加: 营业外收入	10.29	12.31	19.63%	本期收取违约金罚款增加
减: 营业外支出	6.30	4.73	-24.92%	
四、利润总额	2007.07	2086.60	3.96%	
减: 所得税	606.06	671.75	10.84%	
五、净利润	1401.00	1414.85	0.99%	
减: 少数股东损益	-0.79	-3.96	401.27%	
归属母公司净利润	1401.79	1418.81	1.21%	
六、每股收益				
稀释每股收益(元)	0.73	0.74	1.37%	

资料来源: 公司 2021 年三季度报、2022 年三季度报, 海通证券研究所

2. 多项业务有序发展

2.1 城市建设业务

截至 2022 年三季度报告期末, 城市建设业务产值进一步提高。公司新承接 PPP、EPC、代建、总承包等各类工程项目, 截至 2022 年 3Q 底, 公司在建项目 269 项, 合同造价 582.03 亿元, 比上年同期增长 54.7%。

表 3 公司截至 2022 年三季度报在建项目情况

报告期	项目个数	合同金额 (亿元)
期初在建项目 (2022 年 7 月)	248	497.2
2022 年三季度报期内新开项目 (2022 年 7 月-9 月)	67	106.1
2022 年三季度报期内竣工项目 (2022 年 7 月-9 月)	46	21.2
期末在建项目 (2022 年 9 月)	269	582.0

资料来源: 公司 2022 年三季度报, 海通证券研究所

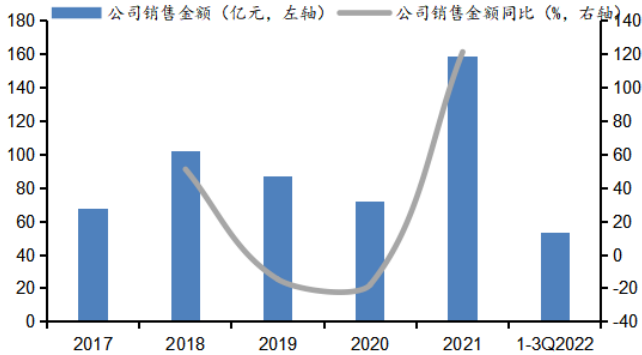
2022 年三季度报告期内, 公司中标罗湖外国语学校全寄宿制高中新建工程施工总承包、天健坪山 G12314-8035 地块、朱坳水厂深度处理工程、观盛二路-大和路下穿隧道及连接工程 (施工)、深圳市第二十六高级中学及配套道路工程 (施工)、天健·泓悦府项目总承包工程、茅洲河体育艺术中心 (上村文体中心) 主体施工总承包工程、龙澜大道北延段 (含樟新路) 工程施工总承包、智能制造产业园项目设计采购施工总承包 (EPC)、坪山区优质饮用水入户 (第三阶段) 项目 EPC 总承包、坪山区委党校项目施工总承包、航城公园及航城文化中心项目设计采购施工总承包 (EPC) 等项目。

2.2 综合开发业务

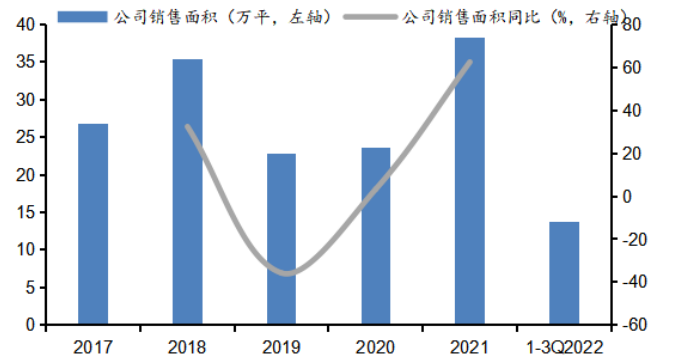
截至 2022 年三季度报告期末, 公司主要在售楼盘 21 个, 累计结算面积 133.14 万

平方米,未结算面积 99.71 万平方米;主要在建项目 12 个,计容建筑面积总额 148.72 万平方米。

2022 年 1-3Q,公司实现商品房销售额 53.2 亿元,同比 2021 年同期下降 57.0%;公司实现商品房销售面积 13.8 万平,同比 2021 年同期下降 48.8%。

图3 公司商品房销售额


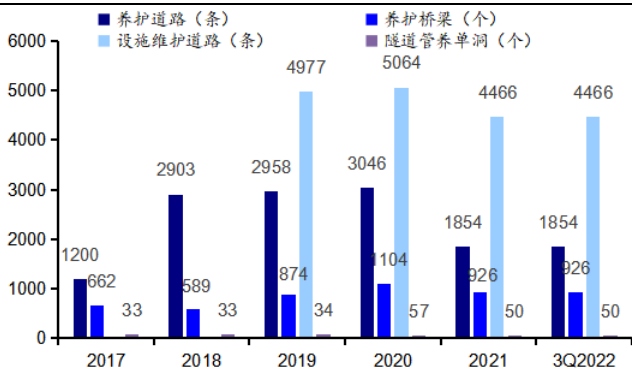
资料来源:公司 2017-2021 年年报,2022 年中报、三季度报,海通证券研究所

图4 公司商品房销售面积


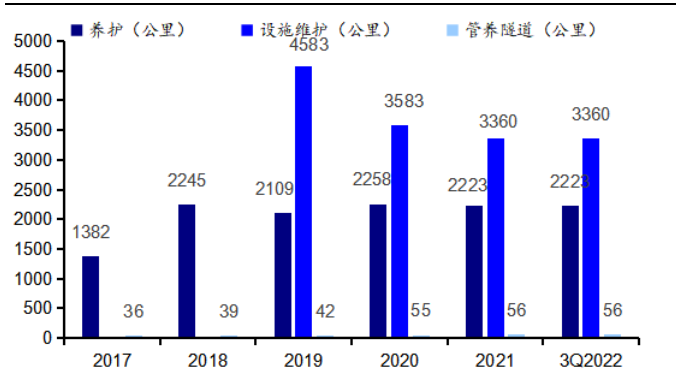
资料来源:公司 2017-2021 年年报,2022 年中报、三季度报,海通证券研究所

2.3 城市服务业务

公司城市服务业务主要包括城市基础设施管养服务、棚户区改造服务、商业运营服务和物业服务等四项业务。城市基础设施管养服务方面,2022 年三季度报告期内,公司承接了深圳市的公路、桥梁、隧道的日常养护与运营管理业务。承接养护道路 1854 条,桥梁 926 座,里程 2222.78 公里;设施维护道路 4466 条,里程 3360.47 公里;隧道管养单洞 50 个,总长 56.1 公里。

图5 城市基础设施管养分项项目数


资料来源:公司 2017-2021 年年报,2022 年三季度报,海通证券研究所

图6 城市基础设施管养项目分项里程数


资料来源:公司 2017-2021 年年报,2022 年三季度报,海通证券研究所

棚户区改造服务方面,2022 年三季度报告期内,公司继续加大在深圳各区域内市场拓展力度,持续推进各重点项目进度。罗湖“二线插花地”棚户区改造项目各项工作平稳推进;碧海花园棚户区改造项目目前正在进行基坑支护及土石方工程施工;南岭村土地整备利益统筹前期服务项目正按照进度有序推进。

商业运营服务方面,2022 年三季度报告期内,公司通过调战略、优结构、引人才等系列措施,推动天健置业向集策划、招商、智慧运营一体化的专业化商业运营公司目标快速前进。公司加快推动创智中心智慧园区体系建设,建设集“数据采集、智慧决策、产品交易”三大功能为一体的智慧能源管控体系。

物业服务方面,2022 年三季度报告期内,公司新增物业管理项目 70 个项目,面积 319.88 万平方米,业务覆盖全国 29 个城市。公司积极探索新兴业务增长点,持续推动“城市管家”业务,新签订西丽街道城市空间服务项目,及中标梅林街道、莲花街道 2

个“物业特种兵团”服务项目。

3. 公司投资建议

维持“优于大市”评级。我们认为公司仍属于当前市场较好成长标的。当前处于地产行业景气度底部，下半年重点关注公司能否实现土储有序扩张以及深圳区域销售力度。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 1.23 元、1.43 元。给予公司 2022 年 7-8 倍动态市盈率，对应合理价值区间为每股 8.61-9.84 元，首次给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司估值表 (均为人民币计价)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	15.07	1.94	2.14	2.35	7.77	7.03	6.41
600048.SH	保利发展	15.49	2.29	2.40	2.59	6.76	6.45	5.98
001979.SZ	招商蛇口	13.98	1.16	1.31	1.46	12.05	10.66	9.60
600383.SH	金地集团	8.35	2.08	2.17	2.33	4.01	3.84	3.58
600153.SH	建发股份	12.90	2.13	2.18	2.50	6.06	5.91	5.16
	均值					7.65	7.00	6.39

注：收盘价为 2022 年 10 月 26 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示。 房地产销售和价格下跌风险；公司多元化业务拓展不顺风险等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	23269	28519	33923	38494
每股收益	1.03	1.23	1.43	1.64	营业成本	18676	22817	26809	30278
每股净资产	6.80	7.66	8.66	9.80	毛利率%	19.7%	20.0%	21.0%	21.3%
每股经营现金流	0.57	1.98	2.33	2.60	营业税金及附加	138	613	1170	1347
每股股利	0.30	0.37	0.43	0.49	营业税金率%	0.6%	2.2%	3.5%	3.5%
价值评估 (倍)					营业费用	228	285	339	385
P/E	5.06	4.27	3.67	3.20	营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
P/B	0.77	0.68	0.61	0.53	管理费用	440	570	678	770
P/S	0.42	0.34	0.29	0.25	管理费用率%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	4.61	3.40	2.42	1.58	EBIT	3371	3723	4282	4970
股息率%	5.7%	7.0%	8.2%	9.4%	财务费用	259	6	20	127
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.0%	0.1%	0.3%
毛利率	19.7%	20.0%	21.0%	21.3%	资产减值损失	-312	-400	-420	-441
净利润率	8.3%	8.0%	7.9%	7.9%	投资收益	83	100	119	135
净资产收益率	15.2%	16.0%	16.5%	16.7%	营业利润	2808	3336	3878	4448
资产回报率	3.2%	3.4%	3.6%	4.0%	营业外收支	-30	-33	-36	-40
投资回报率	8.7%	8.6%	8.6%	9.2%	利润总额	2778	3303	3842	4408
盈利增长 (%)					EBITDA	3651	3938	4498	5186
营业收入增长率	35.9%	22.6%	18.9%	13.5%	所得税	826	991	1153	1322
EBIT 增长率	37.8%	10.4%	15.0%	16.1%	有效所得税率%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	30.1%	18.5%	16.3%	14.7%	少数股东损益	18	21	24	28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1933	2292	2665	3058
资产负债率	78.6%	78.3%	77.7%	76.1%					
流动比率	1.37	1.13	1.39	1.48	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.38	0.36	0.51	0.60	货币资金	8412	12400	17296	20989
现金比率	0.23	0.24	0.38	0.46	应收账款及应收票据	3426	3787	4062	4158
经营效率指标					存货	28505	28906	28189	26425
应收账款周转天数	52.83	47.55	42.79	38.52	其它流动资产	10679	12583	14617	16330
存货周转天数	557.10	462.39	383.79	318.54	流动资产合计	51023	57676	64165	67902
总资产周转率	0.39	0.43	0.46	0.50	长期股权投资	115	115	115	115
固定资产周转率	46.25	67.41	64.97	59.16	固定资产	503	423	522	651
					在建工程	13	14	15	16
					无形资产	1107	1277	1447	1617
					非流动资产合计	8801	8892	9162	9462
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	59824	66568	73327	77364
净利润	1933	2292	2665	3058	短期借款	1882	12622	5000	4000
少数股东损益	18	21	24	28	应付票据及应付账款	14128	15574	16513	16473
非现金支出	711	615	636	656	预收账款	37	45	53	61
非经营收益	-1839	66	122	289	其它流动负债	21063	22989	24532	25433
营运资金变动	249	714	899	824	流动负债合计	37110	51229	46098	45967
经营活动现金流	1072	3707	4346	4855	长期借款	9308	308	10308	12308
资产	-672	-734	-937	-991	其它长期负债	579	579	579	579
投资	191	0	0	0	非流动负债合计	9887	887	10887	12887
其他	18	95	114	130	负债总计	46997	52117	56985	58854
投资活动现金流	-463	-639	-823	-861	实收资本	1869	1869	1869	1869
债权募资	30871	1740	2378	1000	归属于母公司所有者权益	12705	14309	16175	18316
股权募资	2527	0	0	0	少数股东权益	121	142	166	194
其他	-34475	-820	-1004	-1302	负债和所有者权益合计	59824	66568	73327	77364
融资活动现金流	-1078	920	1374	-302					
现金净流量	-468	3988	4896	3693					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润置地,保利物业,光大嘉宝,华侨城 A,碧桂园,碧桂园服务,中国国贸,新湖中宝,融创服务,金科股份,卓越商企服务,建发股份,天健集团,万物云,保利发展,旭辉控股集团,锦和商管,融创中国,招商蛇口,华发股份,龙湖集团,金地集团,中国海外发展,远洋服务,东方雨虹,美的置业,越秀服务,万科 A,新城控股,华润万象生活

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。